

31/01/2025 11:53

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

A.P. Møller - Mærsk	3
Alm. Brand	4
Carlsberg	5
Coloplast	6
Danske Bank	7
Demant	8
DSV	9
Genmab	10
GN Store Nord	11
Netcompany	12
NKT	13
Novo Nordisk	15
Novonesis	16
Pandora	17
Rockwool	18
Royal Unibrew	19
Tryg	20
Vestas	21
Danske aktier – Ændringer den seneste måned	22

Denne publikation indeholder holdninger og anbefalinger på danske aktier udarbejdet af aktieanalytikere i Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S.

Se vigtig investorinformation som blandt andet historiske anbefalingsændringer, anbefalingsstruktur, anvendte modeller etc. ift. disse på jyskebank.dk/investorinformation.

Jyske Bank A/S

Janne Vincent Kjær, Vice President, Equity Research
Henrik Hallengreen Laustsen, Senior Analyst, Equity Research
Morten Holm Enggaard, Senior Analyst, Equity Research
Anders Haulund Vollesen, Senior Analyst, Equity Research

A.P. Møller - Mærsk

- Havnestrejke afværget
- Våbenhvile i Mellemøsten medfører faldende rater

Havnestrejke afværget

Mærsk har haft en særdeles hård start på 2025, hvor det i løbet af januar er blevet til et fald på ca. 15 %, mens OMX C25 kun har oplevet et fald på 1 %. Tidligt i januar annoncerede Den Internationale Longshoremen's Association (ILA) og United States Marine Alliance (USMX), at de havde indgået en 6-årig overenskomst, hvilket afværgede den ellers ventede havnestrejke på USA's østkyst. En længerevarende strejke ville have skabt forstyrrelser i den globale værdikæde, hvilket samlet set vil være til Mærsk's fordel. Den afværgede strejke medførte imidlertid et fald i Mærsk-aktien og faldende forventninger til fragtraterne.

Våbenhvile i Mellemøsten medfører faldende rater

Israel og Hamas indgik midt i januar en våbenhvileaftale, som skal vare i seks uger. Der er dog lang vej til en permanent løsning, men hvis det lykkes, kan det få negative konsekvenser for Mærsk og andre containerrederier. Dette skyldes, at ruten mellem Asien og Europa gennem Det Røde Hav formentlig vil blive genåbnet. I ugen op til aftalens officielle indgåelse var der rygter om en mulig aftale, og her faldt de langsigtede forventninger til fragtraterne med ca. 14 %. Derudover har vi også set faldene fragtrater i ugerne efter aftalens indgåelse. Om våbenhvilen holder, og ruten gennem Det Røde Hav genåbner, må tiden dog vise.

Investeringscase

Hvis vi tager de langsigtede briller på, så er vi ikke i tvivl om, at Maersk er blandt de absolut bedste i containershipping-industrien, og at de står stærkt rustet til fremtiden. Maersk havde nogle virkelig gode år under Covid-19, ligesom selskabets indtjening på nuværende tidspunkt oplever positiv påvirkning fra de geopolitiske uroligheder i og omkring Rødehavs-området. På kort sigt er der dog sorte skyer forude på grund af øget fragtkapacitet, der lander på markedet i løbet af 2024-26, som især vil udgøre et problem, når Rødehavskonflikten engang ophører, og det deraf følgende kapacitetspres letter. På længere sigt har Maersk dog en meget stærk balance og en høj andel af volumen på kontrakt, hvilket fjerner en del af usikkerheden.

Udvalgte nøgletal

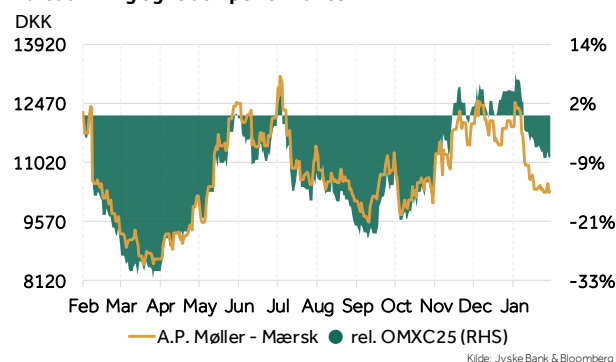
USDm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	51.065	54.305	49.588	49.951
Res. Primær drift	3.934	5.881	1.644	973
Nettoresultat	3.908	4.951	1.052	435
Balance sum	82.100	81.775	81.565	81.471
Egenkapital	55.090	50.575	51.097	52.018
Indtjening per aktie (DKK)	1.717,1	2.175,2	462,3	191,3
Udbytte per aktie (DKK)	4.300,0	652,6	184,9	150,0
P/E (x)	7,4	4,8	22,4	54,1
K/I (x)	0,5	0,5	0,5	0,5

Kilde: Jyske Bank & A.P. Møller - Mærsk

A.P. Møller - Mærsk

	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	11500
Lukkekurs (DKK)	10515
Markedsværdi (DKK mio.)	164.344
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q4
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

A.P. Møller-Mærsk A/S, forkortet Maersk, blev stiftet i 1904 i Svendborg af Kaptajn Peter Mærsk Møller og sønnen Arnold Peter Møller. Den nuværende koncernstruktur opstod i 2003, ved fusionen mellem rederierne D/S 1912 og D/S Svendborg, som ejede gruppens selskaber på 50-50 basis. Maersk startede en strategisk transformation i 2016 med frasalg af bl.a. olieforretningen, hvilket betyder at containertransport i dag er hovedparten af Maersks omsætning, hvor den resterende del kommer fra havnedrift, forsyningskædestyring, spedition osv.

Risikofaktorer

- Krige og/eller eskalerende handelskrig skaber vedvarende lav økonomisk aktivitet og verdenshandel.
- Hvis de globalt dominerende containerrederier ikke har en disciplineret tilgang og øger konkurrencen med prisrig til følge.

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Alm. Brand

- Tidlig gave til Alm. Brand-aktionærerne i januar
- Spæde tegn på normalisering i motorskadesfrekvens

Tidlig gave til Alm. Brand-aktionærerne i januar

Alm. Brand løftede d. 22. januar sløret for resultatet for 2024. Her realiserede selskabet et forsikringsresultat på DKK 1,44 mia. hvilket for 4. kvartal svarer til et forsikringsresultat på ca. DKK 437 mio. hvilket var 22% bedre end ventet. Alm. Brand gentog desuden forventningen om et forsikringsresultat på DKK 1,85 mia. i 2025, hvilket markedet samlet set tog positivt op, hvorfor aktien endte oppe med ca. 6% i januar.

Spæde tegn på normalisering i motorskadesfrekvens

Udviklingen i takserede motorskader har været et gennemgående tema igennem 2024, hvor vi igen har set en uforklarligt stor stigning i skadesfrekvensen på ca. 8%. Tal for december måned viste dog en minimal stigning på 0,4% å/å, hvilket bringer stigningen i skadesfrekvensen i 4. kvartal ind på beskedne 2,5% å/å. Dette er alt andet lige positivt for Alm. Brands underliggende erstatningsprocent da gennemførte indekseringer og prisstigninger dermed kompenserer fuldt ud for den højere skadesfrekvens og -inflation.

Investeringscase

Alm. Brand har med opkøbet af Codan skabt en unik mulighed for at forbedre lønsomheden i selskabet, og vi ser de annoncerede synergieffekter som troværdige trods Alm. Brands manglende erfaring med store opkøb. Vi anser aktien, i lyset af det værdiskabende opkøb, som fundamentalt undervurderet og mener, den har et pænt kurspotentiale i de kommende år, hvis selskabet leverer som lovet.

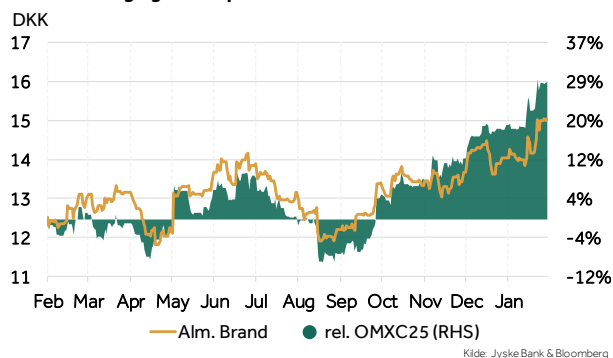
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Bruttopræmieindtægter	11.784	11.348	11.593	11.913
Teknisk resultat	1.412	1.359	1.856	2.005
Nettoresultat	616	746	1.071	1.247
Balance sum	35.562	35.803	37.381	37.809
Egenkapital	13.944	12.401	11.657	11.506
Indtjening per aktie (DKK)	0,4	0,5	0,7	0,9
Udbytte per aktie	0,6	0,7	1,3	1,0
P/E (x)	33,7	30	20	17
K/I (x)	1,5	1,9	2,0	2,0

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	14,92
Markedsværdi (DKK mio.)	22.994
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Alm. Brand er det 2. største skadesforsikringsselskab i Danmark. Alm. Brand blev grundlagt i 1792, og service-rer i dag privatkunder, små- og mellemstore erhvervs-virksomheder, ejendomme, landbrug samt den offentlige sektor. Alm. Brand har hovedsæde i København og har ca. 2400 medarbejdere

Risikofaktorer

- De annoncerede synergieffekter ved opkøbet bliver ikke realiseret.
- Profitabilitetsinitiativerne i Codan slår ikke tilstrækkeligt igennem med høj combined ratio til følge.
- Prispres i industrien som følge af en eller flere konkurrenter med aggressiv markedsstrategi.
- Strukturelt højere niveau af vejrskader som følge af klimaforandringer.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Carlsberg

- Er den negative stemning i Carlsberg vendt?
- Integration af Britvic er en must-win for 2025

Er den negative stemning i Carlsberg vendt?

Efter lang tids pres fra investorerne, har Carlsberg-aktien performeret fremragende, hvor den er steget med 9% i januar. Er det mon første tegn på, at stemningen i aktien er vendt? Første test af stemningen kommer d. 6. februar, hvor Carlsberg præsenterer regnskab for 4. kvartal. Vi forventer et 4. kvartal med stort set samme udfordringer, som ramte 3. kvartal, og som skaber udfordringer for volumenvæksten. Lyspunktet forventes at være en solid omkostningskontrol, som gavner indtjeningen. Fokus i regnskabet bliver på: 1) Carlsbergs forventninger til 2025, 2) Ordlyden omkring integrationen af Britvic. 3) Ordlyden omkring forbrugernes forbrugsmønster i både EU og Kina.

Integration af Britvic er en must-win for 2025

Den 17. januar fik Carlsberg endelig nøglerne til den britiske drikkevareproducent Britvic. Opkøbet og den høje gæld, som opkøbet har medført, har givet nogle investorer panderynker. Vi fastholder vores positive syn på opkøbet, som i vores optik giver en bredere produktportefølje, og åbner muligheden for et øget samarbejde med PepsiCo. Integrationen af Britvic må være en af Carlsbergs topprioriteter for 2025, hvor de skal bevise overfor markedet, at de kan leve op til de udmeldte synergieffekter. Kan de gøre det før tid, vil det være meget kærkomment.

Investeringscase

Forbrugersvaghed i EU og Kina, tabt San Miguel-kontrakt i UK og integrationen af Britvic - udfordringerne på Carlsbergs to-do-liste for 2025 er mange. Elementer, som alle skaber usikkerhed omkring fremtiden, men som også har gjort værdiansættelsen af Carlsberg-aktien markant mere attraktiv. Aktien handler på et historisk lavt niveau og er markant billigere end konkurrenterne. Vi fastholder vores positive syn på Britvic opkøb, som i vores optik giver en bredere produktportefølje og åbner muligheden for et øget samarbejde med PepsiCo. I Kina ser vi heller ingen grund til panik – på trods af et svagt marked tager Carlsberg fortsat markedsandele, og vi forventer, at det blot er et spørgsmål om, hvornår og ikke om det kinesiske ølmarked igen kommer tilbage på vækstsporet. Vi vurderer dog, at markedet allerede har indregnet en del modvind. Carlsberg skal bevise sit værd for investorerne igen.

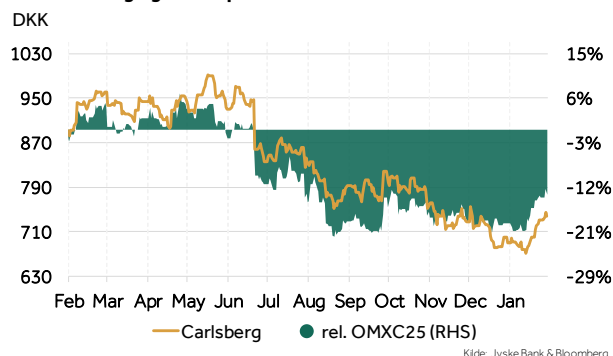
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	73.585	75.134	88.920	96.915
Res. Primær drift	11.105	11.661	13.668	15.372
Nettoresultat	7.971	7.759	7.814	9.582
Balance sum	111.831	121.298	175.619	178.867
Egenkapital	25.749	29.628	31.830	32.803
Indtjening per aktie (DKK)	-299,7	63	50	65
Udbytte per aktie	27	28	27	33
P/E (x)	-2	12	15	12
K/I (x)	4,5	3,6	3,3	3,2

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1050
Lukkekurs (DKK)	750,2
Markedsværdi (DKK mio.)	105.228
Jyske Quant	Q4
Value score	Q2
Quality score	Q5
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Carlsberg er et af verdens største bryggerier med en produktpalette på mere end 700 produkter, fordelt på 140 brands og en tilstedeværelse i 150 lande. Topbrandsene Carlsberg, Baltika og Tuborg er blandt de mest populære øl i Europa. Foruden traditionelle øl producerer Carlsberg også specialøl som ale, ciders og alkoholfri øl. Carlsberg har størst eksponering mod det stagnerende vesteuropæiske ølmarked, men vækstmarkederne i Asien fylder mere og mere. Carlsberg sætter fokus på at give tilbage til samfundet, hvilket sker ved deres "Together Towards Zero"-program. Programmet sætter fokus på reduktion af kulstof samt vandforbruget. De største konkurrenter er Heineken og Anheuser-Busch InBev.

Risikofaktorer

- Yderligere stigninger i råvare- og energipriserne.
- Markant downtrade blandt forbrugerne.
- Opbremsnings i det vigtige asiatiske vækstmarked.
- Hårdere konkurrence, som vil presser volumenvæksten og markedsandele.
- Lovgivningsmæssige ændringer, der har til formål at reducere alkoholforbruget

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Coloplast

- Der ventes ikke stor dramatik i kvartalsregnskabet
- Forventninger til helåret 2024/25

Der ventes ikke stor dramatik i kvartalsregnskabet

Efter en udfordrende november og december har Coloplasts aktiekurs fået et løft i januar, hvor den er steget 6,4%, mens OMXC25 til sammenligning i januar er faldet med 1%. Coloplast aflægger regnskab for 1. kvartal 2024/25 den 4. februar, hvor vi forventer, at de starter regnskabsåret 2024/25 lidt svagt, både vækstmæssigt og indtjeningsmæssigt, drevet af tilbagekaldte produkter, frasalg i sårpleje, øgede omkostninger til lagerudfordringer i USA samt et svært sammenligningsgrundlag for Emerging Markets. Svag start på regnskabsåret 24/25 er dog velkommuniket til markedet, og derfor forventer vi ikke væsentlige overraskelser i regnskabet.

Forventninger til helåret 2024/25

Vi forventer, at Coloplast ved regnskabet for 1. kvartal gentager guidance for helåret 2024/25, og gentager, at både væksten og indtjeningen bliver rimelig back-end-loaded. For 2024/25 forventer Coloplast en organisk vækst på 8-9% i fast valuta, samt en EBIT-margin på ca. 28%, hvor vi forventer 8,3% organisk vækst og en EBIT-margin på 28,3%, mens konsensus forventer 8,3% og 28,1%.

Investeringscase

Coloplast er ved at skabe en uheldig vane ved at levere endnu et kvartalsregnskab, der ikke lever op til forventningerne. Hele 6 af de sidste 8 kvartalsregnskaber har ikke indfriet indtjeningsforventningerne. Selvom det værste måske er ovre for Coloplast, som forventer, at vækstmomentum er opadgående (drevet af Luja-lanceringen og stabilisering i Kina og Urologi), og at indtjeningen gradvist vil forbedres over tid, vurderer vi fortsat, at risk/reward ikke er attraktiv nok til en købsanbefaling. I 2025 vil Coloplast fortsat opleve et godt salgsmomentum, men også en indtjening, der er meget back-end loaded. Dette er hovedargumentet for, at vi forbliver på sidelinjen for nu. På længere sigt anser vi dog stadig Coloplast for at være et kvalitetsselskab med gode vækstudsigter.

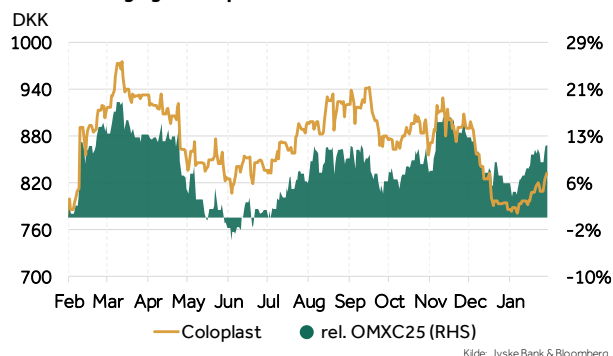
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	27.030	28.967	31.377	33.900
Res. Primær drift	7.320	8.055	9.102	10.139
Nettoresultat	5.052	5.673	6.538	7.356
Balance sum	48.073	48.553	49.804	51.633
Egenkapital	17.405	18.540	19.675	21.381
Indtjening per aktie (DKK)	22	25	29	33
Udbytte per aktie	22	20	22	23
P/E (x)	36	33	29	26
K/I (x)	11	10	10	9

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	950
Lukkekurs (DKK)	835,8
Markedsværdi (DKK mio.)	190.730
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Coloplast udvikler og sælger produkter og services inden for stomi, kontinens, urologi og sår- og hudpleje i hele verden. Produkterne leveres til hospitaler, institutioner, grossister, apoteker og på enkelte markeder direkte til brugerne. Stomi og kontinens er de to største områder med hhv. 37% og 33% af omsætningen. Sår- og hudpleje, urologi og stemmepleje udgør hhv. 12%, 10% og 7% af omsætningen. Geografisk er Europa størst med 58% af omsætningen, efterfulgt af "øvrige udviklede" med 25% og Emerging Markets med 17%.

Risikofaktorer

- At de ikke kan leve op til egne langsigtede vækst mål.
- Sundhedsreformer kan presse priserne.
- Integrationsrisiko i forbindelse med Atos opkøbet.
- Usikkerheder ved fremtidige opkøb.
- Konkurrenter begynder at indhente Coloplast, når det kommer til produktinnovation.
- Tidligere opdagelse, kure og forbedrede produkter reducerer markedet for Coloplasts produkter.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Danske Bank

- Højere renteforventninger fra årets start
- Betyrrende budskaber om 4. kvartalsregnskabet

Højere renteforventninger fra årets start

Danske Bank-aktien har haft en god start på året med en stigning på 7% mod 0% i OMX C25 i januar måned. Kursstigninger har været en generel trend på tværs af banksektoren, som blandt andet er hjulpet af lidt højere renteforventninger ved starten af året. Netop renterne er i høj grad et emne der bliver aktuelt i 2025, hvor vi ser ind i flere rentenedsættelser, som, alt andet lige, vil presse bankernes nettorenteindtægterne. Meget af effekten herfra må dog antages at være indregnet i markedsforventningerne, men eventuelle afvigelser fra de nuværende markedsrenteforventninger vil kunne påvirke aktiekursen i løbet af 2025.

Betyrrende budskaber om 4. kvartalsregnskabet

Danske Bank afholdt i løbet af januar deres fællesmøde med analytikere forud for 4. kvartalsregnskabet. Banken fastholdt guidance på nettorenteindtægter på DKK 36,5 mia. for 2024, hvilket indikerer et niveau omkring 9-9,1 mia. i 4. kvartal svarende til en vækst på -1 til 0% å/å, og dermed relativt robust i et kvartal med flere central- og nationalbankrentenedsættelser og frasal af den norske privatkunde forretning (nettorenteindtægter omkring DKK 600 mio. årligt). Dette gav også lidt medvind til aktien, formentligt pga. en "bedre end frygtet" tankegang omkring nettorenteindtægterne, som for de fleste bankers vedkommende er en volatil post i øjeblikket.

Investeringscase

Med en afslutning på Estland-sagen i form af bødebetalning i Danmark og USA kan Danske Bank nu endeligt fokusere tid og kræfter på at genoprette det kommercielle momentum i Danmark og Norden, og slanke omkostningsbasen relativt til konkurrenterne de kommende år. Bankens profitabilitet er i kraftig bedring under højere markedsrenter, men vi ser endnu højere potentiale end markedet i øjeblikket, under forventning om en stærk kreditkvalitet, og dermed lave nedskrivninger, samt øget udlodning med henblik på at optimere bankens nuværende kapitalposition.

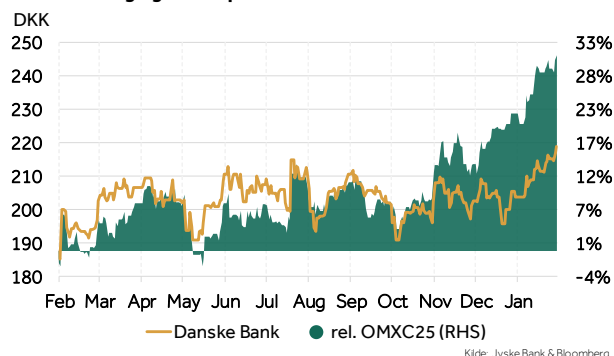
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Indtj. før skat	26.682	30.112	28.087	26.814
Nettoresultat	21.262	22.865	21.346	20.379
Balance sum	3.595.242	3.594.479	3.608.505	3.620.619
Egenkapital	175.739	186.379	171.103	172.667
Indtjening per aktie (DKK)	24,7	27	26	27
Udbytte per aktie	14,5	32	17	17
P/E (x)	8	7,9	8,2	8,1
K/I (x)	1,0	1,0	1,1	1,1

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	230
Lukkekurs (DKK)	217,2
Markedsværdi (DKK mio.)	187.267
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Danske Bank er den største bank i Danmark med markedsandele på udlån og indlån mellem 25 og 30%. Danske Bank har også en betydelig international tilstedeværelse som en af de største banker i Norden med mere end millioner kunder og afdelinger i 8 lande. Banken servicerer privatkunder, erhvervskunder og institutionelle kunder, og udover traditionelle bankrelaterede serviceydelser, tilbyder banken livsforsikring og pension, realkredit, formueforvaltning, samt bolig- og leasing ydelser.

Risikofaktorer

- Udskudte rentestigninger og/eller intensiveret konkurrencesituation i særligt Danmark.
- Et pludseligt fald i aktivpriser og/eller den økonomiske vækst i Norden.
- Flere regulatoriske tiltag med negative konsekvenser for den finansielle sektor end ventet.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Demant

- Demant er kommet godt fra start i 2025
- Væksten forventes at vende tilbage på sporet i 2025

Demant er kommet godt fra start i 2025

Demant er kommet godt fra start i 2025, hvor aktien er oppe med små 10% år til dato. Prissætningen ser dog fortsat attraktiv ud – både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne, hvor Demant handler til en rabat på 35% til Sonova. Vi forbliver derfor køber af aktien i forventning om, at en tilbagevenden til mere normaliserede vækstrater i 2025 vil bane vejen for en multiplikation.

Væksten forventes at vende tilbage på sporet i 2025

Demant kommer med regnskab d. 5. februar, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet og guidance for 2025. Vi forventer, at modvinden fra tab af markedsandele i Managed care segmentet vil fortsætte i 4. kvartal, men sammenligningstallene bliver lettere, hvorfor vi forventer at se en bedring i væksten i Hearing Aids, også selv om konkurrencen fra Sonova fortsat er intens. Fokus vil dog være på guidance for 2025, hvor vi forventer, at væksten vil vende tilbage på sporet i takt med at modvinden fra tab af markedsandele i Managed Care segmentet forsvinder. Vi ser derfor ikke nogen grund til, at Demant ikke skulle kunne levere en organisk vækst på niveau med markedet og potentielt mere, da sundhedsreformen i Frankrig kan give et boost til væksten.

Investeringscase

Vi ser Demant som et veldrevet selskab, der står godt positioneret til at drage fordel af et stigende behov for høreapparater, hvilket er understøttet af en stigende andel af ældre og mere socialt aktive seniorer. Vækstudsigterne ser således yderst attraktive ud, med udsigt til en gns. årlig omsætningsvækst på 8-10% (6-8% organisk). Dette er ikke afspejlet i prisen. Prissætningen ser derfor attraktiv ud – både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne, hvor Demant handler på historisk lave niveauer. Væksten er dog bremsset op i 2024, hvor Demant har mistet markedsandel i det forsikringsdækkede segment i USA, men vi forventer, at væksten vil vende tilbage på sporet i 2025, hvor vi ser mulighed for, at Demant kan genvinde noget af den tabte omsætning og sundhedsreformen i Frankrig kan give et boost til væksten.

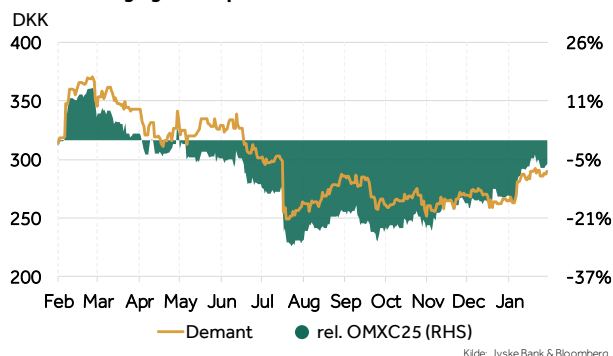
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	22.443	22.425	24.531	26.441
Res. Primær drift	4.148	4.567	4.959	5.372
Nettoresultat	1.798	2.358	3.257	3.574
Egenkapital	9.256	9.961	10.778	11.681
Indtjening per aktie (DKK)	8,1	11	15	17
P/E (x)	35	28	20	17
K/I (x)	6,9	6,5	6,0	5,6

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	330
Lukkekurs (DKK)	293,4
Markedsværdi (DKK mio.)	64.868
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Demant er en af verdens førende producenter af høreapparater med en global markedsandel, der kun er overgået af Sonova. Demant udvikler, producerer og sælger høreapparater, der spænder over hele prisspektret og som markedsføres under mærkerne Oticon, Bernafon og Sonic. Herudover laver Demant diagnostiske instrumenter, høreimplantater og headsets, hvor sidstnævnte markedsføres under brandet Epos.

Risikofaktorer

- Øget makroøkonomisk usikkerhed kan kortvarigt påvirke efterspørgslen efter høreapparater.
- Fortsat fald i gennemsnitsprisen som følge af produktmiks, offentlige licitationer, konsolidering i forhandlerne samt større fokus på pris.
- Tab af markedsandele i "Managed Care" segmentet i USA (forsikringsdækket støtte til køb af høreapparater)
- Fortsat konsolidering i detailledet kan mindske producenternes forhandlingsstyrke.
- Mangel på nye banebrydende produkter kan gøre det vanskeligere at hæve priserne.
- Regulering af industrien, hvor der i USA åbnes op for salg af høreapparater i håndkøb fra oktober 2022

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

DSV

- Fokus på guidance
- Schenker – Business as usual eller?

Fokus på guidance

DSV's aktiekurs er over den seneste måned faldet med ca. 5 %, hvor OMX C25 kun er faldet med 1 %. Dette er sket uden markante virksomhedsspecifikke nyheder, men i et marked præget af frygt for toldindførelse, højere renter og lavere vækst. DSV aflægger deres årsregnskab den 4. februar. Her forventer vi ikke de store overraskelser for fjerde kvartal, og fokus vil være på 2025-guidance og indikationer om integrationen af DB Schenker.

Schenker – Business as usual eller?

Med DSV's historik for opkøb er vores forventning, at DSV vil klare integrationen af DB Schenker fremragende og levere markant bedre resultater end deres nuværende udmelding om at løfte DB Schenkers margin op på DSV-niveau, svarende til synergier på ca. 5 mia. Hvorfor har vi så kun en upside på lige over 10 % for DSV? For det første er aktien steget med cirka 20 % siden september 2024. Derudover er integrationen af DB Schenker ikke helt sammenlignelig med DSV's tidligere opkøb. En stor del af synergierne skal nemlig findes i DSV's Road-division, hvor tidligere opkøb primært har været i Air & Sea-divisionen. Det rejser spørgsmålet: Kan DSV's historik bruges som skabelon for integrationen af DB Schenker? Derudover har DSV været nødsaget til delvist at droppe deres nye IT-system, Roadway Forward, og overvejer nu at integrere Schenkers IT-system. Og som prikken over i'et er efterspørgslen i DB Schenkers største marked, Tyskland, svag. Vi er dog stadig positive på DSV, men afventer klare udmeldinger fra DSV omkring synergiforventningerne, som vi formentlig først får i forbindelse andet kvartalsregnskab senere på året.

Investeringscase

DSV er en klar branchevinder, og de kommer til at fortsætte deres imponerende vækst i fremtiden gennem organisk vækst og opkøb. DSV's styrke ligger i deres effektive IT-setup, performancekultur og deres aktionærvenlige samt kompetente ledelse. Det er disse kvaliteter, der har skabt og vil fortsætte med at skabe den vækstrejse, DSV er på.

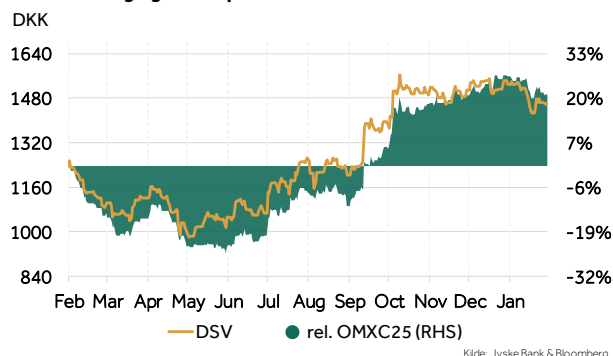
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	150.785	167.106	171.894	178.785
Res. Primær drift	17.723	16.502	17.528	18.545
Nettoresultat	12.407	10.756	12.624	13.389
Balance sum	147.110	147.064	146.281	145.109
Egenkapital	68.966	69.128	70.961	73.809
Indtjening per aktie (DKK)	58	51	59	63
Udbytte per aktie (DKK)	9	7,6	8,9	9,4
P/E (x)	21	29	25	23
K/I (x)	3,3	5,1	4,9	4,7

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1650
Lukkekurs (DKK)	1456
Markedsværdi (DKK mio.)	350.087
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q2
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

DSV startede som De Sammensluttede Vognmænd af 13/7 1976 A/S. 10 vognmænd skabte verdens nu fjerde-største speditør i en meget fragmenteret branche. I dag er DSV verdens tredje største leverandør af tredjeparts logistik. DSV har vist en usædvanlig evne til at skabe værdi gennem opkøb og succesfuld integration af nye kompetencer/kulturer har skabt et af branchens mest profitable selskaber.

Risikofaktorer

- Mislykkes med at finde nye opkøbsmuligheder.
- Stigende konkurrence og tab af kernekunder.
- IT-problemer.
- Handelskrig fører til et fald i verdenshandlen og afledt heraf faldende volumen samt stigende konkurrence blandt de førende fragtselskaber.
- Lovgivningsmæssige og arbejdsretsmæssige ændringer i selskabets vigtige segmenter og regioner.

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Genmab

- Afgørelsen af Hexabody-CD38 er investorernes fokus
- Guidance for 2025 et andet opmærksomhedspunkt

Afgørelsen af Hexabody-CD38 er investorernes fokus

Genmab er i januar faldet med 5%, sammenlignet med OMX C25, der er faldet 1%. Næste begivenhed for Genmab er regnskabet for 4. kvartal, som bliver præsenteret 12. februar klokken 17. Investorerne har dog fokus på meget andet end regnskabet, hvor spændingen også er delvist taget ud, eftersom samarbejdspartneren Johnson & Johnson har annonceret salgstat for Darzalex. Investorerne fokus er i høj grad på den kommende afgørelse af Hexabody-CD38. Uafklaret partnerskabsaftale skaber usikkerhed i aktien, hvilket et kraftigt kursfald i slutningen af januar var et bevis på. Aktien faldt af en ukendt årsag, men noget skubbede til aktien, og så er der gået frygt og spekulation i markedet, hvorefter flere investorer har trukket sig - en negativ stemningsspiral.

Guidance for 2025 et andet opmærksomhedspunkt

Investorerne store fokus er pt. på den kommende afgørelse omkring Hexabody-CD38, hvor J&J skal beslutte om de ønsker en samarbejdsaftale senest i starten af marts. Inden vi får den endelige afklaring, vil investorerne have fokus på guidance for 2025 som annonceres i forbindelse med regnskabet 12 februar. Særligt omkostningsniveauet for 2025 har været i fokus. Vi forventer dog ingen dramatik, da Genmab selv har udtalt tilfredshed med de nuværende omkostningsforventninger i markedet.

Investeringscase

Investorerne vil formentligt være afventende frem mod afklaringen på denne binære partnerskabsoption, der altså kun har to mulige udfald. Vores fornemmelse er, at markedet ser en aftagende sandsynlighed for, at optionen udnyttes, men i vores optik er udfaldet meget svær at forudsige (en 50/50 afgørelse). Der er ingen tvivl om, at afklaringen på HexaBody-CD38 bliver afgørende for Genmab, men markedets lidt entydige fokus på dette mener vi er fejlagtigt. Genmab investerer i produktudvikling for at afbøde effekten fra patentudløbet på Darzalex (i 2030), hvor produkter som Epkinly, Tivdak, GEN1046 og Rina-S bliver vigtige. Fundamentalt anser vi Genmab-aktien som en god investeringscase, og vurderer, at på det nuværende kursniveau får investorer hele pipelinen samt nogle af de allerede lancerede produkter med i prisen.

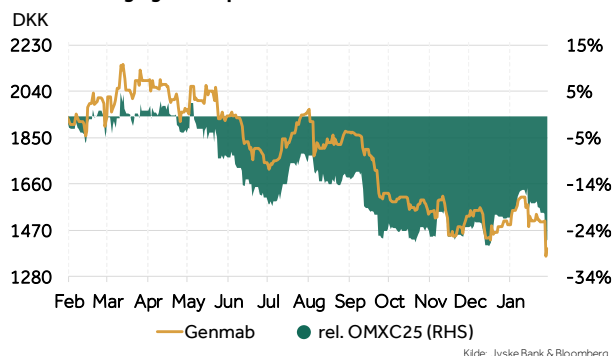
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	16.498	21.524	25.243	29.556
Res. Primær drift	5.345	6.382	7.649	9.034
Nettoreultat	4.376	5.293	6.106	7.406
Balance sum	35.289	37.570	43.676	51.082
Egenkapital	32.045	33.891	39.997	47.403
Indtjening per aktie (DKK)	67	83	96	116
P/E (x)	24	17	15	12
K/I (x)	4,4	2,8	2,3	2,0

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2400
Lukkekurs (DKK)	1410
Markedsværdi (DKK mio.)	93.324
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Genmab A/S er et internationalt biotekselskab, som har specialiseret sig i udvikling af antistoffer til behandling af forskellige kræfttyper. Rygraden i selskabet er DARZALEX til behandling af visse indikationer af myelomatose lanceret i 2016. Sidenhen har selskabet lanceret Kesimpta (multiple sklerose), TEPEZZA (øjensygdommen TED), TIVDAK (livmoderhalskræft) og Rybrevant (lungekræft), som er udviklet og lanceret via partnerskaber med hhv. Johnson & Johnson, Novartis, Horizon og Seagen. Genmab opbygger desuden en pipeline af kliniske og prækliniske antistofprodukter til behandling af kræft og andre sygdomme med et udækket medicinsk.

Risikofaktorer

- Negative resultater fra kliniske studier, særligt i relation til Epcoritamab, HexaBody-CD38.
- Stærke studieresultater fra konkurrenterne.
- Uventet hård konkurrence fra bl.a. Scarlisa i knoglemarvskræft eller Roches glofitamab i non-Hodgkin-lymfom.
- Større end forventet omkostningsstigninger fra R&D.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

GN Store Nord

- Positiv start på året for GN
- Alles øjne rettet mod guidance for 2025

Positiv start på året for GN

Et stærkt regnskab fra konkurrenten, Logitech, spredte sig til GN, der red med på bølgen. GN er således kommet fint fra start i år med et afkast på små 10% år til dato – en stigning, der også har været understøttet af, at Trump ikke som frygtet fra dag 1 var ude og pålægge toldafgifter på varer, der eksporteres ind i USA. Samtidig ser prissætningen attraktiv ud, hvor GN handler på en EV/EBITDA på 9,3x, hvilket ikke afspejler det langsigtede vækstpotentiale i aktien.

Alles øjne rettet mod guidance for 2025

GN kommer med regnskab d. 6. februar, hvor fokus vil være på guidance for 2025, og hvorvidt væksten i Enterprise-forretningen vender tilbage til positivt territorium. Usikkerheden er fortsat stor og meget afhænger af den makroøkonomiske situation. Vi forventer således, at GN kommer til at melde forsigtigt ud, da det ikke er givet, at væksten vil være tilbage på den strukturelle trend på 3-5% allerede fra starten af 2025. Forventningerne er dog kommet ned, hvor konsensus ligger med en organisk vækst på 2,4% i Enterprise. Omvendt ser vi gode muligheder for, at Hearing vil kunne fortsætte med at tage markedsandele i 2025-vel og mærke på toppen af 2024.

Investeringscase

Markedet for høreapparater er kendetegnet ved stabil volumenvækst, der er relativt modstandsdygtig over for en økonomisk opbremsning. Vi forventer, at styksalget af høreapparater vil vokse med 4-6% om året på tværs af de økonomiske konjunkturer, og med lanceringen af ReSound Nexia vurderer vi, at GN står godt positioneret til at tage markedsandele i 2024. Samtidig ser vi gode muligheder for, at GN i løbet af 2025 kan stå klar med en ny produktplatform, der kan drive væksten i 2025. Markedet for headsets er fortsat udfordrende, men vi vurderer, at det værste er overstået, og at væksten vil vende tilbage til positivt territorium i 2025. Det kan give anledning til noget lettelse i aktien, der har haft det svært. Prissætningen ser således attraktiv ud. Samtidig bekræfter de nye finansielle mål os i, at GN er på rette vej i forhold til at bringe væksten tilbage i forretningen og genetablere indtjeningsvejen.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	18.120	17.887	18.480	19.544
Res. Primær drift	869	1.904	2.433	2.719
Nettoresultat	266	1.033	1.389	1.631
Balance sum	30.200	30.950	32.425	32.284
Egenkapital	9.587	10.574	11.902	11.460
Indtjening per aktie (DKK)	1,8	6,8	9	11
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	1,4
P/E (x)	93	22	16	14
K/I (x)	2,7	2,2	1,9	2,0

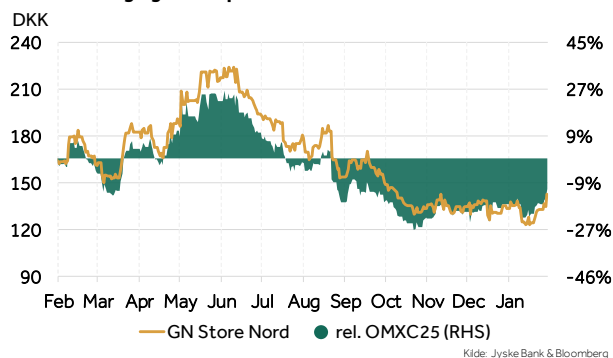
Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord

Køb

Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	175
Lukkekurs (DKK)	151,2
Markedsværdi (DKK mio.)	22.818
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

GN Store Nord er en af verdens førende producenter af høreapparater, diagnostiske instrumenter og headsets, som markedsføres under brandet, Jabra. GN består af headset divisionen, GN Audio, som er verdens næststørste producent af headsets efter Plantronics, og høreapparat divisionen, GN Hearing. Høreapparaterne sælges under tre mærker: ReSound, Beltone og Interton, hvor GN Hearing er verdens 4. største producent af høreapparater med en global markedsandel på små 20%.

Risikofaktorer

- Makroøkonomisk usikkerhed.
- Ændringer i tilskudsordninger og anden politisk regulering.
- Stigende konkurrence.
- Mangel på komponenter og flaskehalse i de globale forsyningskæder.
- Høj gæld i kølvandet på opkøbet af SteelSeries.
- Patentrisiko.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Netcompany

- Skuffende afslutning på 2024 og guidance for 2025
- Opkøb lige rundt om hjørnet?

Skuffende afslutning på 2024 og guidance for 2025

Netcompany leverede en skuffende afslutning på 2024, med indtægter der i 4. kvartal var 3,5% lavere end ventet, mens driftsindtjeningen kom ind 16% lavere end ventet. Netcompany guidede desuden for 2025 for en omsætningsvækst på 5-10% valutajusteret og en justeret driftsmargin på 16-19%, hvilket ved midtpunktet af begge forventninger var 10% lavere end det seneste konsensusestimater for driftsindtjeningen i 2025. Derfor blev aktien straffet markant med -17% på regnskabsdagen og er for måneden nede med 15%.

Opkøb lige rundt om hjørnet?

Netcompany annoncerede ikke et nyt aktietilbagekøbsprogram i forbindelse med 4. kvartalsregnskabet, da selskabet er i "fremskredne strategiske overvejelser" relateret til et muligt kommende opkøb. Netcompany har haft både det svenske, tyske og finske marked på radaren i et stykke tid som kandidater til selvstændige markeder på linje med Danmark, Norge, Storbritannien og Holland, og vi hælder til, at en evt. transaktion kan ligge i et af disse nye markeder. Sektormæssigt kan flere sektorer have Netcompanys interesse, men vi noterer os, at selskabet har haft fokus på og ønske om at etablere sig i finanssektoren i et stykke tid (eksemplificeret ved minoritetsposten på 20% i Festina Finance).

Investeringscase

Netcompanys høje organiske vækstrater bør kunne fastholdes længe endnu i kernemarkederne i kraft af en stærk track-record i Danmark og et betydeligt vækstpotentiale i de udenlandske kernemarkeder. Netcompanys høje profitabilitet i kernemarkederne har været udfordret i de seneste år, men selskabet har i 2024 vist gode fremskridt, der kan lede vejen frem mod 2026-målet om en EBITDA-margin > 20%. Målsætningen om indtægter på > DKK 8,5 mia. er dog blevet udskudt til 2027 og skaber en vis usikkerhed omkring troværdigheden af selskabets målsætninger. Værdiansættelsen ser fair ud i øjeblikket, og vi vurderer ikke, at aktien bør kunne stige markant herfra, uden at dette er foranlediget af positive estimataendringer, som kan skabes gennem et fortsat stærkt momentum i kontraktomineringer.

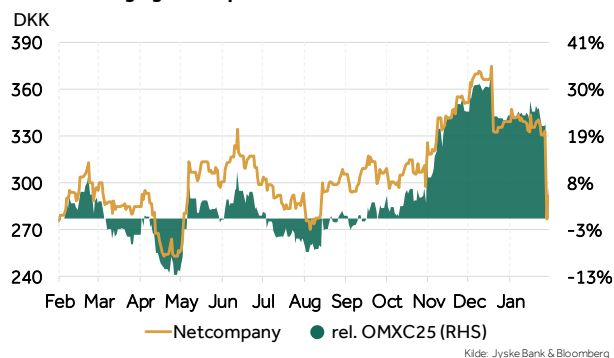
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	6.540	7.036	7.686	8.355
Res. Primær drift	786	916	1.128	1.257
Nettoresultat	468	589	834	934
Egenkapital	3.615	3.605	3.639	3.966
Indtjening per aktie (DKK)	10	#VÆRDI!	#VÆRDI!	#VÆRDI!
Udbytte per aktie	0,0	#VÆRDI!	#VÆRDI!	#VÆRDI!
P/E (x)	#VÆRDI!	#VÆRDI!	#VÆRDI!	#VÆRDI!
K/I (x)	#VÆRDI!	4,1	4,0	3,7

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Hold
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	325
Lukkekurs (DKK)	294,2
Markedsværdi (DKK mio.)	14.710
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Netcompany er en dansk IT-konsulentvirksomhed, der udvikler og implementerer "next generation" IT-løsninger til den private og offentlige sektor. Netcompany har blandt andet stået for udviklingen og vedligeholdelsen af portalen Borger.dk, kommunikationsplatformen Aula, samt avancerede IT-systemer hos selskaber som Topdanmark, Novo Nordisk og Københavns Lufthavn. Netcompany havde i 2023 en omsætning på DKK 6.078 mio. og mere end 7700 ansatte.

Risikofaktorer

- Manglende evne til at tiltrække nyuddannede talenter.
- Betydelige fejl på IT-projekter med imageskade og lav win-rate til følge.
- Manglende evne til at løfte marginerne i udlandet til niveauet i Danmark.
- Øget kompleksitet i organisationen og lavere profitabilitet til følge.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

NKT

- DeepSeek har sat pres på sektoren
- Fokus på vækstudsigterne gående ind i 2025

DeepSeek har sat pres på sektoren

NKT har haft det svært indtil videre i 2025, hvor aktien er nede med 6% år til dato. Med til at lægge pres på aktien har været frykten for, at den kinesiske AI pendant til ChatGPT, DeepSeek, vil mindske kravet til udbygningen af datacentre og dermed el-nettet gående fremad – et tema, der har sendt aktier som Siemens Energy, GE Vernova og Prysmian på himmelfart. Vi ser dog kursreaktionen på NKT som overgjort, og vil benytte den seneste tids kursfald til at købe op i aktien.

Fokus på vækstudsigterne gående ind i 2025

NKT kommer med regnskab d. 21. februar, hvor fokus vil være på guidance for 2025, hvor vi ikke vil sætte næsen op efter nogen nævneværdig indtjeningsfremgang i Solutions – snarere tvært imod ser vi en risiko for, at omsætningen i Solutions vil falde ned imod kapacitetsgrænsen på EUR 1,4 mia. i takt med at omfanget af omsætning fra 3. parts leverandører aftager. Det er dog flaget i markedet. Omvendt får NKT noget ekstra kapacitet på mellemspænding fra de igangværende investeringer ligesom opkøbet af SolidAI får fuld effekt i 2025. Det er ikke fuldt afspejlet i konsensus, som, vi vurderer, ligger for lavt på Applications.

Investeringscase

NKT står med kapacitetsudvidelsen i Karlskrona godt positioneret til at få andel i det attraktive vækstpotentiale, der er på højspændingsmarkedet frem mod 2030. Vi forventer, at der årligt vil blive tildelt ordrer på over EUR 10 mia., understøttet af den igangværende udbygning af elnettet og en række ambitiøse målsætninger fra verdens førende lande, der forventes at sætte ekstra skub i udbygningen af havvindenergi. Efterspørgslen forventes således at overstige højspændingskapaciteten på markedet – også efter de planlagte investeringer fra NKT og Prysmian. Samtidig ser prissætningen attraktiv ud, både i forhold til selskabet egen historik og relativt til konkurrenterne. Det er på trods af, at NKT i vores optik står med de mest attraktive vækstudsigter frem mod 2028, hvor vi forventer, at selskabet vil kunne øge omsætningen med over 50% og mere end fordoble indtjeningen.

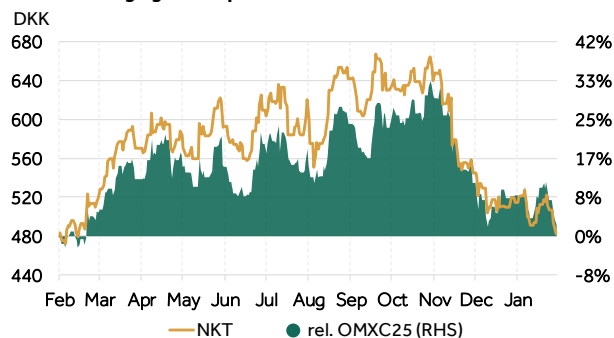
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	2.567	3.199	3.446	3.650
Res. Primær drift	164	240	278	295
Nettoresultat	124	239	234	247
Balance sum	3.604	4.477	5.029	5.516
Egenkapital	1.575	1.870	2.104	2.351
Indtjening per aktie (EUR)	2,6	4,4	4,4	4,6
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	0,0	1,5
P/E (x)	24	15	15	14
K/I (x)	2	2	2	1

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	615
Lukkekurs (DKK)	483,2
Markedsværdi (DKK mio.)	25.958
Jyske Quant	Q2
Value score	Q1
Quality score	Q2
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

NKT er en af verdens førende kableleverandører med over 5.000 medarbejdere og produktionsfaciliteter fordelt over hele Europa bl.a. i Karlskrona og Køln, hvor selskabets to højspændingsfabrikker ligger. Cirka 50% af selskabets omsætning kommer fra højspændingskabler, hvor NKT er leveringsdygtig i både jævn- og vekselstrømskabler til havvindmølleparker og landbaserede højspændingsprojekter. Herudover producerer NKT lav- og mellemspændingskabler til blandt andet transmissions- og distributionsselskaberne samt installationskabler til byggebranchen.

Risikofaktorer

- Problemer med overvæltning af stigende metalpriser på kunderne
- Stigende konkurrence og prispres i markedet
- Lav kapacitetsudnyttelse
- Problemer i eksekveringen af projekterne
- Udfordringer med indkøringen af den nye kapacitet
- Integrationen af SolidAI
- Økonomisk afmatning

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Nordea

- Stabilitet og robusthed på vej ind i 2025
- Mulighed for opkøb – men kræver "to til tango"

Stabilitet og robusthed på vej ind i 2025

Nordea-aktien har haft en glimrende januar måned, med et afkast på 12%. Banken har nydt godt af den generelt positive stemning i banksektoren, affødt af højere renteforventninger fra årets start. Sidst på måneden aflagde Nordea desuden sit 4. kvartalsregnskab, som kom ind stort set som ventet på forhånd af analytikerne, også for guidance for 2025, hvor Nordea fortsat venter at kunne levere en høj egenkapitalforrentning på > 15%. Vi ser udsigterne til stabilitet og robusthed i indtægterne og udgifterne ind i 2025 som et kvalitetsmærke, som de fleste andre nordiske banker ikke kan efterligne.

Mulighed for opkøb – men kræver "to til tango"

Nordea gentog ifm. 4. kvartalsregnskabet at man er klar til at foretage yderligere opkøb, hvilket formentligt er en af årsagerne til at Nordea stadig fastholder ekstra kapital i reserve. Nordea udtalte, at man ønsker at vokse sin skala i Norge, Sverige og Danmark gennem opkøb, mens bankens ledende markedsandel i Finland betyder at man i stedet fokuserer på organisk vækst. På segmentbasis er det private banking/wealth management, liv og pension og erhvervssegmentet Nordea er interesseret i, men dog for sidstnævnte med stort fokus på ikke at importere øget risiko i lånebøgerne. Nordea-ledelsen udtalte, at man "ved hvem man gerne vil danse med, men at det kræver to til tango", hvilket vi tolker som, at der ikke ligger et opkøb lige rundt om hjørnet.

Investeringscase

Med afsæt i det flotte forretningsmomentum, Nordea har realiseret de seneste år, samt en overbevisende eksekvering på det seneste transformationsprogram, ser vi det som realistisk, at Nordea når tæt på eller i mål med deres 2025-målsætninger. Lykkes dette, vil det bringe banken op blandt de mest profitable storbanker i Norden – og med et rimeligt udlodningspotentiale undervejs. Nordeas skalafordele som Nordens største bank lader dog fortsat vente på sig, men på lang sigt bør udrulningen af bankens kerne-IT-plattform og fokus på at være blandt de bedste digitale banker kunne udløse skalafordele, som vil kunne øge profitabiliteten yderligere.

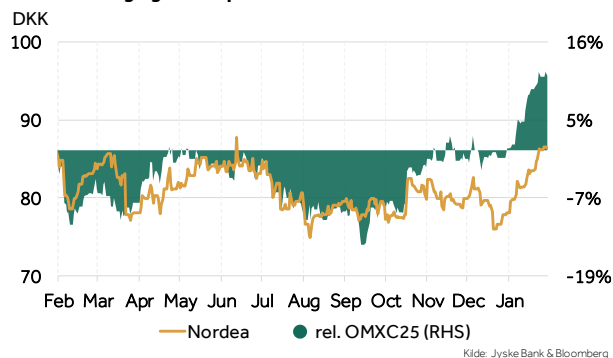
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	7.594	7.164	7.186	7.251
Nettoresultat	5.059	4.661	4.644	4.703
Balance sum	623.365	634.919	645.634	656.596
Egenkapital	32.446	33.078	33.611	34.204
Indtjening per aktie (EUR)	1,4	1,4	1,4	1,4
Udbytte per aktie (EUR)	0,9	0,9	0,9	1,0
P/E (x)	8	9	8,4	8,1
K/I (x)	1,3	1,2	1,2	1,2

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	100
Lukkekurs (DKK)	87,18
Markedsværdi (DKK mio.)	304.937
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Nordea er den største finansielle virksomhed i Norden og en af de største banker i Europa med en tilstedeværelse i 20 lande. Nordea leverer en bredt funderet og universal bankservice til over 9 millioner privatkunder og ca. 600.000 erhvervskunder.

Risikofaktorer

- 2025-plan overholder ikke budget eller bliver forsinket.
- Negativ medieomtale og fortsat faldende kundetilfredshed.
- Forværring af makroøkonomisk udvikling i Norden med negative konsekvenser for både kreditkvalitet og indtægter.
- Flere regulatoriske tiltag med negativ indvirkning på den finansielle sektor end ventet.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Novo Nordisk

- Travl januar endte bedre end den startede
- Nyt fedme-håb genskabte tiltroen til pipelinen

Travl januar endte bedre end den startede

Novo startede 2025 i bad-standing hos investorerne efter annonceringen af de skuffende CagriSema-resultater i slutningen af december. Derfor var aktien i modvind fra start. I slutningen af januar lykkedes det dog Novo at vende stemningen efter annonceringen af Amycretin-data. Samlet set er aktien i januar faldet med 1,7%, men steget 11,5% siden 20. januar. Investorerne vil nu se frem mod årsregnskabet for 2024, som annonceres 5. februar. Fokus bliver naturligvis på guidance for 2025. Novo nævnte i forbindelse med regnskabet for 3. kvartal en matematisk guidance for 2025 på en "high teens"-vækst, drevet af GLP-1-produkterne inden for både diabetes og fedme. Markedet forventer ligger pt. på ca. 20% vækst.

Nyt fedme-håb genskabte tiltroen til pipelinen

Januar har budt på mange nyheder: Annoncering af nye studie-data fra Wegovy og Amycretin, prisforhandlinger i USA og Donald Trump, der truer med told og dobbeltskat på udenlandske virksomheder. Aktien var fra start af januar ramt af negativt sentiment (pga. CagriSema-resultaterne), som formentligt også var årsagen til at aktien reagerede negativt, da Wegovy-dataene er godkendte, og Ozempic, Wegovy og Rybelsus inklusion i prisforhandlingen i Medicare var 100 % forventet. Novo vendte i slutningen af januar den negative stemning med annonceringen af fremragende studiedata på fedmemidlet Amycretin, der i et tidligt studie, kunne vise et vægttab på 22,0% på 36 uger.

Investeringscase

CagriSema-resultaterne var ikke som forventet og øger usikkerheden for Novos styrke i tvekampen mellem de to store på fedmemarkedet. Amycretin-resultaterne genskabte lidt af tiltroen til Novos pipeline. Øget usikkerhed betyder dog, at investorerne nu retter blikket mod uddybende data for CagriSema, som præsenteres på en conference i 2025 – formentlig ADA d. 20-23. juni. På trods af den kortsigtede usikkerhed vurderer vi, at Novo har nogle af de mest attraktive vækstudsigter i sektoren med en forventet salgsvækst på 16 % for 2024-2027 mod et gennemsnit for sektoren på ca. 8 %. Foruden Novos højere vækst, indtjening og forrentning af kapital kan aktien nu købes til en attraktiv værdiansættelse.

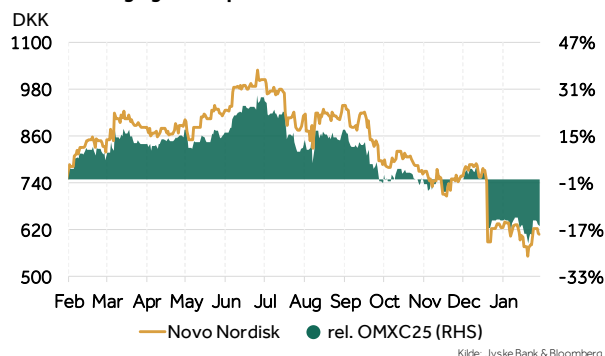
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	232.261	286.415	347.512	414.998
Res. Primær drift	102.574	124.062	152.845	183.046
Nettoresultat	83.683	97.876	119.596	145.139
Balance sum	314.486	486.570	595.210	666.626
Egenkapital	126.822	160.654	235.402	268.667
Indtjening per aktie (DKK)	19	22	27	33
Udbytte per aktie	9	10	10	13
P/E (x)	34	27	23	19
K/I (x)	25	17	11	10

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	850
Lukkekurs (DKK)	603,7
Markedsværdi (DKK mio.)	2.695.521
Jyske Quant	Q1
Value score	Q4
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Novo Nordisk er en global medicinalvirksomhed med ledende positioner indenfor diabetes og fedme. Novo arbejder for at udvikle, fremstille og sælge produkter med det formål at bekæmpe diabetes og andre alvorlige kroniske sygdomme som svær overvægt og sjældne blodsygdomme og endokrine sygdomme. Novo Nordisk, som har hovedsæde i Danmark, beskæftiger mere end 47.000 medarbejdere på 80 kontorer rundt om i verden samt markedsfører sine produkter i mere end 168 lande.

Risikofaktorer

- Hurtigere end forventet udrulning af Mounjaro preser væksten i Ozempic i diabetes og/eller Wegovy for fedme, hvis de anvendes off-label.
- Værre end forventet prispres pga. f.eks. regulering, biosimilær konkurrence, patentudløb.
- Skuffende markedsvækst for væksthåbene i GLP-1 og/eller fedme.
- Øget konkurrence i GLP-1 og fedme fra bl.a. Eli Lilly.
- Skuffende kliniske resultater.
- Negative valutabevægelser, særligt USD/DKK.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Novonesis

- Stille start på 2025
- Fokus på guidance for resten af året

Stille start på 2025

Novonesis aktien har haft en stille start på 2025, hvor aktiekursen har været stabil sammenlignet med OMX C25, der er faldet med 1%. Manglen på nævneværdig kursudvikling i aktien sker i en måned med få virksomhedsspecifikke nyheder. Januar står dermed i kontrast til et relativt turbulent 2024, der først bød på pæne stigninger, efterfulgt af et tilsvarende fald. Dette har resulteret i, at aktien i dag handles tæt på startkursen efter sammenlægningen af Novozymes og Chr. Hansen.

Fokus på guidance for resten af året

Novonesis offentliggør årsregnskab den 26. februar, hvor vi forventer en organisk vækst i fjerde kvartal på 6,3%, hvilket vil bringe den organiske vækst for helåret 2024 op på 8,1%. I årsregnskabet vil det store fokus være på guidance for den resterende del af 2025. Hvis Novonesis præsterer en organisk vækst på 8 % i 2024, vil det kræve en organisk vækst på 4-8 % i 2025 for at indfri selskabets målsætning om en gennemsnitlig årlig organisk vækst på 6-8 % i perioden 2023-2025. Mens den lave ende af intervallet kan synes en smule konservativ, virker ledelsen opsat på ikke at love for meget. Vi forventer derfor, at selskabet præsenterer en relativt konservativ guidance for 2025, hvilket kan skuffe markedet. Til gengæld vurderer vi, at Novonesis i 2025 præstere en organisk vækst på 7 %.

Investeringscase

Med en velgennemført fusion vil et forstærket fokus på at høste frugterne af de mange megatrends, som Novonesis er eksponeret mod, gøre selskabet i stand til at indfri målsætningen om en vækst på 6-8% frem til og med 2025 samt ambitionen om at accelerere denne vækst fra og med 2026. Vi er overbeviste om, at selskabets vækst- og marginprofil fortsat vil være blandt den højeste på tværs af industrien, hvilket bør være understøttende for, at værdiansættelsespræmien relativt til industrigruppen igen når op på historiske niveauer. Givet vækstudsigterne og marginprofilen vurderer vi således, at aktien fortsat bør handle med en signifikant præmie, der vil være yderligere understøttet af udsigten til en positiv pengestrømsgenerering fra 2026.

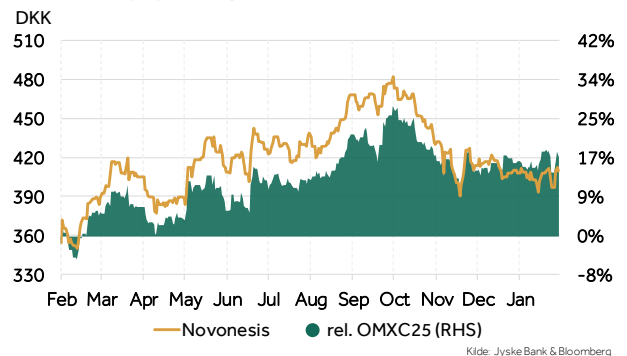
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	3.744	3.962	4.305	4.624
Res. Primær drift	962	1.004	1.316	1.502
Nettoresultat	646	583	919	1.096
Balance sum	3.809	15.374	15.959	16.624
Egenkapital	1.926	10.983	11.442	11.990
Indtjening per aktie (DKK)	2	#NAVN?	2	3
Udbytte per aktie	1	#NAVN?	1	1
P/E (x)	33	#NAVN?	#NAVN?	#NAVN?

Kilde: Jyske Bank & Novonesis

Novonesis	Køb
Sektor	Materialer
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	575
Lukkekurs (DKK)	412,7
Markedsværdi (DKK mio.)	193.267
Jyske Quant	Q2
Value score	Q4
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

Novonesis er en sammensmeltning af Chr. Hansen og Novozymes. Selskabet er en veldiversificeret innovations- og markedsleder, der har oparbejdet en stærk konkurrencemæssig fordel qua deres stærke kundereationer, enorme biologiske værktøjsskabe med mere end 10.000 aktive patenter og 100.000+ enzym- og mikrobielle stammer, et solidt ry, en enorm produktionskapacitet og et konstant fokus på at optimere og udbygge kompetencer via forskning.

Ved at kombinere Novozymes kompetencer inden for enzymer og proteiner med Chr. Hansens enorme teknologiske knowhow inden for bakterie-kolonier/mikrober kan der låses op for et potentiale, de enkelte selskaber hver især ikke har haft, da udvikling af nye og innovative produkter nu kan foregå på tværs af forretninger. Trends som stigende befolkning og velstand sikrer markedsvækst.

Risikofaktorer

- Udeblivende effekt og svagere end ventet eksekvering af strategi- og integrationsplan.
- Fejlslagen produktudvikling og forsinkede lanceringer af nye produkter og løsninger.
- Svækkelse af hovedvalutaerne USD, EUR og CNY.
- Langsommere end ventet vækst og forværring af kundernes underliggende markeder.
- Langsommere end ventet penetrering på Emerging Markets

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

Pandora

- Blandede signaler fra konkurrenterne
- Fokus på salgsudviklingen og guidance for 2025

Blandede signaler fra konkurrenterne

Pandora er år til dato steget 7% på baggrund af lidt blandede signaler fra konkurrenterne. Signet var ude med skuffende tal for julesalget, der resulterede i en nedjustering for 4. kvartal. Modsat så vi luksusgodeproducenten Richemont fremlægge bedre end ventede salgstal, hvor smykkosalget steg med 14%, hvilket er en acceleration sammenlignet med 1. halvår. Vi vil dog være påpasselige med at trække direkte paralleller til Pandora, da salget de sidste par år har været afkoblet fra konkurrenterne.

Fokus på salgsudviklingen og guidance for 2025

Pandora kommer med regnskab d. 5. februar, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet og guidance for 2025. Vi forventer, at det solide vækstmomentum fra oktober er fortsat kvartalet ud, hvilket gør, at Pandora slutter året i den høje ende af guidance-intervallet på 6-7% og muligvis en anelse over. Fokus vil derfor være på guidance for 2025, hvor vi forventer, at Pandora vil guide for en salgsvækst på 4-6% i de eksisterende butikker - i tråd med selskabets målsætning frem mod 2026 og den underliggende trend i 4. kvartal. Omvendt vil vi ikke sætte næsen op efter nogen nævneværdig marginfremgang i 2025 - tvært imod risikerer driftsindtjeningen at blive op imod 1 p.p. lavere som følge af de kraftigt stigende sølvpriser.

Investeringscase

Smykkosalget har været overraskende robust på trods af makroøkonomisk modvind. Det vidner om, at salget er mere modstandsdygtigt, end vi umiddelbart havde frygtet, og at de markedsføringskampagner, som Pandora har iværksat, virker yderst effektivt. Samtidig indikerer selskabets nye finansielle mål for 2026, at Pandora går ind i en ny vækstfase med udsigt til en organisk vækst på 7-9% om året. Aktien er dog kørt stærkt, hvor aktiekursen er oppe med hele 300% siden starten af 2020, hvilket gør Pandora til den bedst performende aktie blandt de store europæiske forhandlere af smykker og tøj. Vi ser derfor ikke længere det samme upside i aktien og på kort sigt kommer de stigende sølvpriser til at lægge pres på indtjeningen.

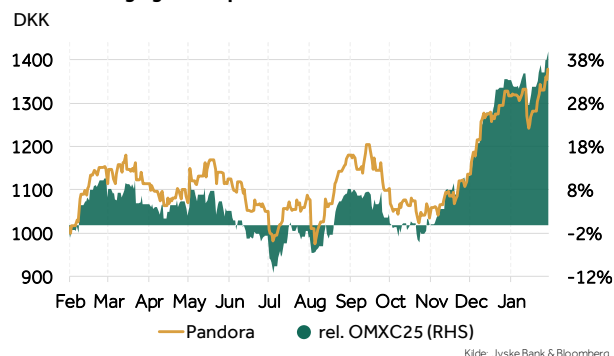
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	28.136	31.413	33.955	36.628
Res. Primær drift	22.125	25.130	26.824	29.010
Nettoresultat	4.740	5.285	5.516	6.340
Egenkapital	5.478	5.283	5.466	6.472
Indtjening per aktie (DKK)	55	66	74	90
Udbytte per aktie	18	21	24	29
P/E (x)	17	21	19	16
K/I (x)	14	22	21	18

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Hold
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1100
Lukkekurs (DKK)	1400
Markedsværdi (DKK mio.)	114.800
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Pandora designer, producerer og markedsfører smykker i højkvalitets materialer til overkommelige priser. Selskabets produkter sælges gennem mere end 7.700 butikker i over 100 lande med størst omsætning i USA (23 %), Storbritannien (12 %), Italien (11 %) og Australien (7 %). Der produceres omkring 1.250 varenumre inkl. charms og armbånd, der udgør omkring 75 % af salget, samt ringe, øreringe og halskæder. Produktionen er beliggende i Thailand, og distributionen sker med luftfragt til fire regionale centre i USA, Hamburg, Madrid og Australien.

Risikofaktorer

- En normalisering i smykkosalget i USA.
- Risiko relateret til lanceringen af nye produkter.
- Markedet for charms bliver mættet.
- En aggressiv udbygning af butiksnettet kan kannibalisere omsætningen i de eksisterende butikker.
- Kopiprodukter, faldende kundetrafik og stigende guld- og sølvpriser.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Rockwool

- Afventende marked frem mod 4. kvartalsregnskab
- Fokus på 2025

Afventende marked frem mod 4. kvartalsregnskab

Rockwool-aktien ligger stort set fladt år til dato, hvilket vidner om et afventende marked frem mod 4. kvartalsregnskabet. Rockwool har efterladt plads i guidance til en hård vinter, der kan få byggepladserne til at lukke ned, men vejrliget har imidlertid været relativt mild, hvorfor vi ser en god mulighed for, at Rockwool kommer til at overgå guidance. Samtidig tyder meget på, at nybygningsaktiviteten i Europa har bundet ud. Det værste ser således ud til at være overstået og aktien er faldet med små 20% siden vi sænkede anbefalingen til Hold, hvorfor prissætningen begynder at se mere interessant ud.

Fokus på 2025

Rockwool kommer med regnskab d. 6. februar, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet og guidance for 2025. Vi forventer, at Rockwool vil slutte året med en omsætningsvækst i lokalvaluta på 5,7% og en indtjeningsmargin på 17,5% - en anelse højere end selskabets guidance. Usikkerheden er mindre end sidste år, men Rockwool er traditionelt forsigtige i sine udmeldinger, hvorfor vi forventer, at Rockwool vil guide for en lav encifret omsætningsvækst i lokalvaluta og en indtjeningsmargin på omkring 16% for 2025. Det er lavere end både vores og konsensusforventningerne i markedet. Vi forbliver derfor på sidelinjen frem mod regnskabet.

Investeringscase

Efterspørgslen efter stenuld er drevet af en række langsigtede trends, der er med til at understøtte efterspørgslen efter Rockwools produkter på længere sigt. Blandt de vigtigste kan nævnes 1) et øget fokus på energieffektivitet, hvor 40% af energiforbruget i EU kommer fra bygninger; 2) et øget fokus på brandsikkerhed; 3) en øget urbanisering og 4) en substitution væk fra plastikbaserede materialer over imod mere naturlige produkter som stenuld. På kort sigt vil nybygningsaktiviteten i Europa fortsat være svag, hvor særligt det private boligbyggeri er negativt påvirket af de høje renter. Vi vurderer dog, at det værste er ved at være overstået, men den ventede bedring i nybygningsaktiviteten lader vente på sig, og de makroøkonomiske svaghedstegn i Europa er umiddelbart ikke godt nyt for Rockwool.

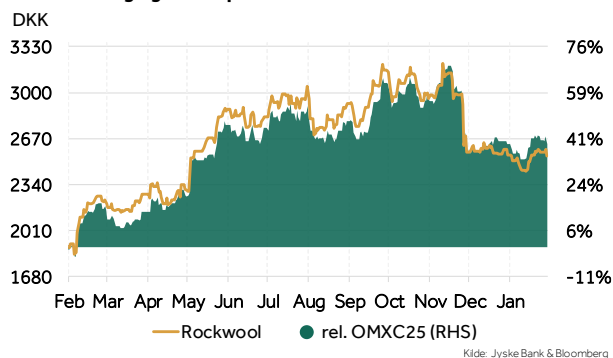
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	3.620	3.819	4.017	4.258
Res. Primær drift	518	667	665	704
Nettoresultat	389	520	504	534
Balance sum	3.477	3.750	3.971	4.235
Egenkapital	2.804	3.045	3.229	3.449
Indtjening per aktie (EUR)	18	24	23	23
Udbytte per aktie (EUR)	5,5	7,4	7,1	7,2
P/E (x)	15	15	15	15
K/I (x)	2,0	2,4	2,3	2,2

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	3000
Lukkekurs (DKK)	2568
Markedsværdi (DKK mio.)	55.394
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Rockwool er verdens førende producent af produkter baseret på stenuld. Selskabet tilbyder et bredt sortiment af produkter til byggesektoren, herunder isoleringsmaterialer, akustiklofter og facadeplader. Virksomhedens aktiviteter er opdelt i to forretningssegmenter: 1) Insulation, der leverer energibesparende og brandsikre isoleringsmaterialer til byggesektoren samt produkter til industriel og teknisk isolering af rør, kedler og ventilationskanaler og 2) Systems, der leverer akustiklofter, facadeplader, vibrations- og støjisoleringsløsninger, vækstmedier til dyrkning af planter i gartnerier samt fiberløsninger til fremstilling af bl.a. bremsere i bilindustrien. Rockwool har i dag 45 produktionsfaciliteter fordelt på 39 lande.

Risikofaktorer

- Opremsning i den globale vækst.
- Stigende renter påvirker nybygningsaktiviteten negativt.
- Lav kapacitetsudnyttelse vil lægge pres på margin.
- Prispress i markedet.
- Stigende inputpriser, herunder prisen på koks og energi samt højere transportomkostninger.
- Valutakurs udsving, herunder GBP, RUB og USD.
- Fald i olieprisen øger konkurrenceevnen i skumplast.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Royal Unibrew

- 2024 var solidt – nu kigger investorerne mod 2025
- Fedmemedicin ændrer forbrugerne indkøbskurv

2024 var solidt – nu kigger investorerne mod 2025

Unibrew har startet 2025 udfordrende, hvor aktien i januar har haft store udsving. Aktien har oplevet et stort fald, men den har senere rettet sig lidt op. Samlet set er aktien faldet 2,5% i januar, hvilket er et lidt større fald end OMXC25, der er faldet med 1% i samme periode. Unibrew aflægger regnskab for 4. kvartal den 25. februar. Stærke resultater i årets første 9 måneder og guidance for helåret indikerer at Unibrew afslutter året pænt, med en organisk EBIT-vækst på 1-15%. Investorerne vil dog holde øje med guidance for 2025, hvor vi formoder at Unibrew vil lægge sig op ad deres langsigtede strategi om en EBIT-vækst på 6-8% pr. år. For 2025 forventer vi at Unibrew antager et uforandret forbrugermiljø vs. 2024, hvor forbrugerne har meget fokus på pris og er mere på tilbudsjagt, hvilket løfter volumen, men rammer indtjeningen.

Fedmemedicin ændrer forbrugerne indkøbskurv

Ifølge et amerikansk studie viser brugen af GLP-1 produkter (som Novo's Ozempic og Wegovy) betydelig nedgang i forbruget af kalorietætte og forarbejdede fødevarer. Husstande med mindst en GLP-1 bruger reducerer købet af snacks, slik og andre højkalorieprodukter med op til 11%, mens der ses en svag stigning i køb af frugt og grønt. Studiet viser ingen direkte sammenhæng mellem brugen af GLP-1 produkter og ølsalg, men for "soft drinks" som sodavand reduceres forbruget med 6-7%. De danske bryggerier har endnu ikke omtalt effekten af GLP-1 produkterne, men dette er værd at holde øje med.

Investeringscase

Vækstmomentummet fortsætter i Royal Unibrew, hvilket kombineret med en solid integration af Vrumona og San Giorgio gavner kapacitetsudnyttelsen og sender lovende signaler om indtjeningsforbedringer i de kommende år. Unibrew selv mener, at de er bedre positioneret end tidligere – hvilket understøttes af selskabets regnskaber. Upside-potentialet i aktien drives af udsigten til yderligere indtjeningsfremgang i 2025. Dette er dog allerede indregnet i forventningerne. Potentialet dæmpes dog af, at Unibrew pt. handler til en pæn præmie til både sine konkurrenter og sin egen historik. Vi vurderer, at der er bedre investeringsmuligheder blandt de øvrige bryggerier.

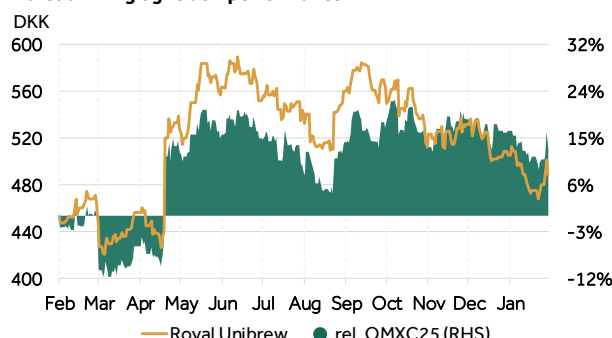
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	12.927	15.128	15.701	16.288
Res. Primær drift	1.638	1.990	2.142	2.307
Nettoresultat	1.095	1.519	1.463	1.605
Balance sum	17.778	19.104	19.916	20.864
Egenkapital	5.748	6.356	7.029	7.831
Indtjening per aktie (DKK)	22	30	29	32
Udbytte per aktie	0	18	16	16
P/E (x)	23	16	17	15
K/I (x)	4	3,9	3,5	3,2

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	590
Lukkekurs (DKK)	492,6
Markedsværdi (DKK mio.)	24.729
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q2
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Royal Unibrew er blandt de ledende drikkevareproducenter på udvalgte europæiske markeder indenfor sodavand, øl, "forbedret vand" og energidrikke. Virksomhedens rødder og ekspertise går mere end 100 år tilbage i Danmarkshistorien. Unibrew er kendt for brands som Royal, Faxe Kondi, Ceres, Novelle, LemonSoda, Kildenvæld, Mokai, Cult og Lorina. Udover at producere og sælge egne mærker tilbyder Unibrew også internationale brands i form af Heineken i Finland og Danmark samt sodavand fra PepsiCo. Geografisk er Unibrew indtelt i tre regioner: "Nordeuropa", "Vesteuropa" og "International". På individuelt landniveau er Unibrew i høj grad eksponeret mod markederne Danmark, Finland, Norge, Italien og de baltiske lande.

Risikofaktorer

- Yderligere stigninger i råvare- og energipriserne.
- Markant downtrade blandt forbrugerne.
- Integration af større opkøb fejler, eller man køber katten i sækken.
- Licensaftaler med Heineken eller PepsiCo stoppes.
- Hårdere konkurrence, som vil presse volumenvæksten og markedsandele.
- Lovgivningsmæssige ændringer, der har til formål at reducere alkoholforbruget.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Tryg

- Manglende "X-factor" på 4. kvartalsregnskabet
- Værdiansættelsen nærmer sig attraktivt niveau

Manglende "X-factor" på 4. kvartalsregnskabet

Tryg leverede sikkert inden for sine 2024-mål på forsikringsresultatet, men resultatet i 4. kvartal, som landede 3% under forventningerne, manglede lidt "X-factor", hvilket måske generelt har præget opfattelsen af investeringscasen siden selskabets kapitalmarkedsdag i december. Aktien blev derfor sendt ned med 7% på regnskabsdagen, og er nede med 2% for januar måned.

Værdiansættelsen nærmer sig attraktivt niveau

Vi anser værdiansættelsen af Tryg-aktien for at være tiltagende attraktiv, særligt efter månedens kursfald, som vi ikke mener bør være ledsaget af negative estimatrevideringer, og Tryg kan formentligt også give aktionærene et pænt udbytteafkast på ca. 6,5% i de kommende år, hvilket bør understøtte attraktiviteten af investeringscasen. Vi – og markedet – forventer stabil fremgang i indtjeningen i de kommende år, under forventning om fin topinjfremgang og succes med nye profitabilitetsinitiativer, der skal modvirke det inflationære pres og den nuværende høje skadesfrekvens (særligt i motorforsikring). Vi spejder dog fortsat efter en trigger mere funderet i forsikringsdriften, der kan underbygge de positive fundamentale forhold.

Investeringscase

Attraktiviteten af Trygs stabile forretningsmodel, solide vækstudsigter i flere af Trygs segmenter og et strategisk fornuftigt og værdiskabende opkøb af RSA/Codan er ikke til at komme udenom. Det kan dog blive svært for Tryg at overraske eller overgå markedets forventninger, både på forsikringsdriften i 2024, og perspektiverne for vækst, indtjening og udlodning i den næste strategiske periode fra 2025 til 2027, som vil blive præsenteret på kapitalmarkedsdagen i december. Tryg er ikke dyrt prisfastsat målt på en 12 mdr. fremadskuende P/E-multipel, hverken ift. egen historik eller relativt til peer-gruppen, og vi mener også, at en præmie til peer-gruppen bør være berettiget. Dette, sammenholdt med stabile, men moderate, vækstudsigter gør, at vi ser afkastpotentialet som behersket positivt i øjeblikket.

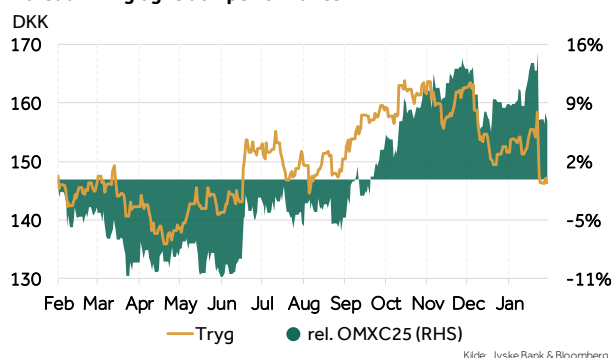
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2024E	2025E	2026E
Bruttopræmieindtægter	40.415	42.133	43.321	0
Teknisk resultat	7.616	7.891	8.103	0
Nettoresultat	5.160	5.351	5.565	0
Balance sum	115.149	117.836	119.474	0
Egenkapital	36.064	35.234	34.494	0
Indtjening per aktie (DKK)	8,5	8,9	9,4	0,0
Udbytte per aktie	8,3	8,5	8,7	0,0
P/E (x)	19	18	17	0
K/I (x)	10,0	10,4	10,9	0,0

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	146,6
Markedsværdi (DKK mio.)	90.363
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Tryg er den største danske og pan-nordiske skadeforsikringsvirksomhed. Tryg tilbyder en bred palette af produkter til sine kunder bestående af f.eks. bilforsikring, ejendomsforsikring samt sundheds- og ulykkesforsikring. Trygs ca. 7.000 medarbejdere servicerer mere end 5 millioner kunder og behandler mere end 1 millioner skadeanmeldelser årligt. Selskabet er tilstedeværende i Danmark (markedsleder), Norge (nr. 3) og Sverige (nr. 3) og er primært rettet mod privatkunder, understøttet af et stærkt brand.

Risikofaktorer

- Skadesinflation (størrelse/frekvens) større end prisstigninger, særligt i relation til bilforsikringer.
- Omkostningsbesparelser fra spareprogram og/eller synergier fra RSA-opkøb leveres ikke som lovet.
- Valutakursbevægelser (norske og svenske kroner).
- Højere vejr- og stormskader, som har været forholdsvist lave i en periode.
- Lavere investeringsafkast i takt med en normalisering af afkastet på f.eks. aktier.
- Lavere afløbsresultat.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Vestas

- Store kursudsving i januar på baggrund af Trump
- Alles øjne rettet mod guidance for 2025

Store kursudsving i januar på baggrund af Trump

Vestas er år til dato oppe med små 3%, men aktien har oplevet store skift i vindretningen i januar med store kursudsving til følge. Med til at lægge pres på aktien var Trumps indsættelse, hvor han som noget af det første udstedte dekret, der sætter en stopper for indgåelse af nye leasingaftaler af havbunden til udvikling af havvind, men også et midlertidigt stop for godkendelse af vindmølleprojekter på statsejet land. Trump følger således op på truslerne om, at han vil gøre alt hvad han kan for at sætte en stopper for udviklingen af vindkraft i USA. Det gælder dog ikke allerede indgåede leasingaftaler, og bør derfor ikke få nogen effekt på allerede godkendte havvindmølleprojekter. Samtidig noterer vi os, at kun 4% af kapaciteten på vedvarende energi er opført på statsejet land.

Alles øjne rettet mod guidance for 2025

Vestas kommer med regnskab d. 5. februar, hvor fokus vil være på guidance for 2025. Vi forventer et løft i indtjeningskvaliteten i 2025 i takt med, at Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Samtidig står Vestas med en rekordhøj ordebog, hvilket lover godt for aktivitetsniveauet de kommende år, hvor Vestas har sikret 8,8 GW til levering i 2025 – små 6% mere end sidste år. Vi kigger således ind i et højere aktivitetsniveau i 2025, men ikke nødvendigvis en tocifret stigning.

Investeringscase

Vestas er godt på vej i forhold til at genetablere indtjeningsevnen efter 2 år, hvor selskabet ikke har formået at tjene penge på selve møllerne. Det værste er dog overstået, og vi forventer en gradvis bedring i indtjeningsevnen hen over de næste par år i takt med, at kvaliteten af ordebogen forbedres, og Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Profitabiliteten forventes derfor at være tilbage på et mere normaliseret niveau i 2025. Samtidig står Vestas med en rekordhøj ordebog i USA, hvor forlængelsen af skatterabatordningen åbner op for en stigning i installationsniveauet hen over de næste par år. Det mindsker alt andet lige risikoen i tilfælde af, at Trump mod vores forventning får held med at rulle skatterabatordningen tilbage. Den langsigtede væksthistorie er således intakt.

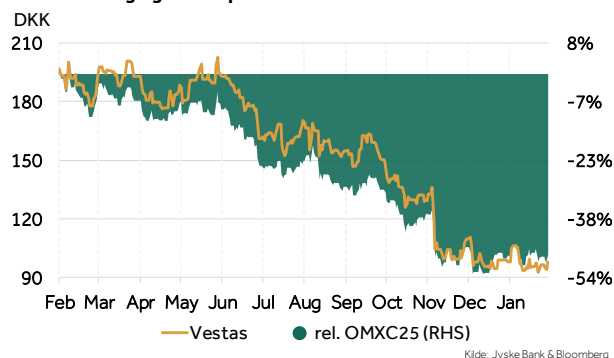
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	15.382	17.057	19.952	22.808
Res. Primær drift	292	683	1.410	1.863
Nettoresultat	78	408	997	1.355
Balance sum	21.879	23.456	26.930	30.693
Egenkapital	3.042	3.396	4.368	5.663
Indtjening per aktie (EUR)	0,1	0,4	1,0	1,3
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	0,1	0,1
P/E (x)	371	34	14	10
K/I (x)	9,5	4	3	2,4

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	101,35
Markedsværdi (DKK mio.)	102.350
Jyske Quant	Q5
Value score	Q3
Quality score	Q5
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Vestas er verdens største producent af vindmøller med en markedsandel på omkring 20%. Selskabet startede produktionen af vindmøller i 1979 og blev børsnoteret i 1998. Vestas producerer og sælger landbaserede vindmøller i størrelsen fra 2,0 MW til 7,2 MW. Herudover sælger Vestas havvindmøller og servicerer mere end 50.000 møller med en samlet kapacitet på over 110 GW. Serviceforretningen er en yderst stabil og profitabel forretning. Selskabets vision er at gøre vind til en ligeværdig energikilde med olie og gas.

Risikofaktorer

- Afdæmpet efterspørgsel pga. tilbageholdenhed blandt kunderne eller strammere finansieringsvilkår.
- Afskaffelse af skatterabatordningen på vedvarende energi i USA (Inflation Reduction Act).
- Højere toldsatser på import af råvarer og komponenter til USA.
- Kvalitetsproblemer med møller inden for garantien.
- Stigende input priser, herunder stigende stålpriser.
- Aftagende politisk velvilje for klimavenlig politik.
- Flaskehalsproblemer, strejker og forsinkelser i produktionen samt intensiveret priskonkurrence.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Danske aktier – Ændringer den seneste måned

Danske aktier – Ændringer siden sidst (23-12-2024)

Selskab	Aktuel kurs	Aktuelt kurs-mål	Tidligere kursmål	Dato for ændring af kursmål	Anbefaling	Tidligere anbefaling	Dato for ændring af anbefaling	Analytiker
A.P. Møller - Mærsk	10515 (DKK)	11500 (DKK)	12500 (DKK)	31-01-2025	Hold	-	-	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	14,92 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	750,2 (DKK)	1050 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	835,8 (DKK)	950 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	217,2 (DKK)	230 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	293,4 (DKK)	330 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1456 (DKK)	1650 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	1410 (DKK)	2400 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	151,2 (DKK)	175 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Netcompany	294,2 (DKK)	325 (DKK)	375 (DKK)	29-01-2025	Hold	Køb	17-01-2025	Anders Haulund Vollesen
NKT	483,2 (DKK)	615 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Nordea	87,18 (DKK)	100 (DKK)	95 (DKK)	31-01-2025	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	603,7 (DKK)	850 (DKK)	1000 (DKK)	03-01-2025	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Novonesis	412,7 (DKK)	575 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Pandora	1400 (DKK)	1100 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	2568 (DKK)	3000 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	492,6 (DKK)	590 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	146,6 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	101,35 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

Jyske Bank A/S (Vestergade 8-16, DK-8600 Silkeborg, CVR-nr. DK-17616617) er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for disse informationer rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personligt brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres. Hvis ikke andet er anført er kilden Jyske Bank.

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analysen og anbefalinger er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analysen udarbejdes i overensstemmelse med de juridiske krav om objektiv fremlæggelse af investeringsanbefalinger og kravene om investeringsanalysens uafhængighed.

Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretninger o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalingen i analysen dannes på baggrund af den samlede Quant score.

Analysen er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

Jyske Bank anvender en kvantitativ model, Jyske Quant Global Large Cap Equities, til at identificere investeringsmuligheder på globalt plan. Jyske Quant Global Large Cap Equities indeholder ca. 3.000 af verdens største børsnoterede selskaber målt på markedsværdi. Gennem en kvantitativ analyse scores selskaberne ud fra 23 nøgletal og rangeres efterfølgende inden for tre klassiske og veldokumenterede faktorer:

- Value – aktien er relativt billig i forhold til de øvrige selskaber.
- Quality – aktien har relativt lav risiko og høj kvalitet i forhold til de øvrige selskaber.
- Momentum – aktien er attraktiv i forhold til de øvrige selskaber, baseret på prisudviklingen og analytikernes forventninger.

De tre faktorer ligevægtes herefter til en samlet Quant score, som danner baggrund for anbefalingen. Den samlede Quant score rangerer selskaberne inden for fem kvintiler. Kvintilet Q1 er de 20 % bedst scorende selskaber, altså dem med den højeste samlede score. Kvintilet Q5 er omvendt de 20 % dårligst scorende selskaber etc. Jyske Quant Global Large Cap Equities er baseret på en grundig og veldokumenteret metode med stærke historiske resultater. Jo bedre rangering, desto større er sandsynligheden for at opleve et positivt merafkast. Modellen ekskluderer Finans og Forsyning, da begge sektorer vurderes at være signifikant anderledes end andre sektorer. Blandt andet som følge af regulering og selskabernes typiske kapitalstruktur. Samtidig er der store forskelle mellem industrierne inden for disse sektorer. Jyske Bank foretager ikke en fundamental vurdering eller en risikovurdering af selskabet, hvorfor der ej heller stilles et kursmål for aktien.

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

Jyske Quant Global Large Cap Equities (se beskrivelse under afsnittet "Modeller") anvendes til at screene markedet og identificere fremtidens potentielle vindere. Vi revurderer løbende vores anbefalinger. Det afgørende for, hvornår vi ændrer en anbefaling fra Køb eller Stærk Køb til Hold eller Sælg, vil være analytikernes vurdering af selskabet.

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

- Discounted cash flow model (DCF-model): I denne model værdiansættes selskabet på baggrund af de forventede fremtidige frie pengestrømme, som selskabets drift genererer. Værdiansættelsen opdeles i hhv. en budgetperiode, bestående af 10 år, en mellempperiode, hvori det antages, at selskabet vil være i stand til at opretholde sin konkurrencemæssige fordel og en terminalperiode. Beregningen af værdien i budgetperioden og mellempperioden beregnes ved en simpel tilbagediskontering af de frie pengestrømme i de enkelte år med de relevante kapitalomkostninger, WACC. Værdien beregnes således:

$$NPV \text{ af budgetperiode (EV)} = \sum_{t=0}^T (FCF_{t+1} / (1+WACC)^{(t+1)})$$

hvor

FCF_{t+1} = Den frie pengestrøm i periode t+1 (både ejere og långivere)

WACC = De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (både ejere og långivere)

EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

- Dividendemodell: I enkelte tilfælde anvendes en dividendemodell til bestemmelse af selskabets fundamentale værdi. Ifølge denne modell er værdien af et selskab den tilbagediskonterede værdi af alle forventede fremtidige udbyttebetalinger.
- Relativ værdiansættelse: Den fundamentale værdi sammenholdes med en relativ værdiansættelse, hvor nøgletal såsom P/E, P/B og EV/EBITDA holdes op imod konkurrenternes. Hvis der er tale om et koncernselskab bestående af flere forskellige forretningsområder kan en sum-of-the-parts værdiansættelse benyttes, hvor selskabets værdiansættes med udgangspunkt i værdien af de enkelte forretningsområder, der fastsættes på baggrund af sammenlignelige selskabers nøgletal.
- Markedsstemning: Anbefalingen og kursmålet justeres endvidere for den forventede nyhedsstrøm og markedsstemning baseret på branchekendskab samt selskabsspecifikke forhold. Heri indgår momentum-scoren i Jyske Quant modellen. I momentum-scoren indgår faktorer så som indtjeningsmomentum, implicit volatilitet, analytikernes estimatændringer og anbefalingsændringer.

For uddybning af vores anvendte modeller klik [her](#).

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

Der anvendes anbefalingsbegreberne Stærkt køb, Køb, Hold og Sælg. Anbefalingen afhænger alene af, hvilket kvintil selskabet befinder sig i.

- Q1: Stærkt køb, da der er størst sandsynlighed for, at selskabet klarer sig bedre end markedet.
- Q2: Køb, da der er moderat sandsynlighed for, at selskabet klarer sig bedre end markedet.
- Q3: Hold, da det er sandsynligt, at selskabet klarer sig som markedet.
- Q4: Sælg, da der er moderat sandsynlighed for, at selskabet klarer sig dårligere end markedet.
- Q5: Sælg, da der er størst sandsynlighed for, at selskabet klarer sig dårligere end markedet.

Bemærk, at ovenstående beskrivelse af anbefalingsbegreberne er gennemsnitsbetragtninger. Det er derfor stadig muligt, at selskaber i eksempelvis Q5 klarer sig bedre end markedet, mens der ligeledes også er muligt, at selskaber i Q1 klarer sig dårligere end markedet etc.

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

Vores anbefalingsstruktur består af de fire anbefalinger, Stærkt Køb, Køb, Hold og Sælg. Disse giver en gældende anbefalingsstruktur, der ser således ud:

Anbefaling	Absolut Afkast
Stærkt køb	>20%
Køb	10-20%
Hold	0-10%
Sælg	<0%

Kilde: Jyske Bank

Vores anbefalinger bliver bestemt ud fra en vurdering af det forventede afkast de kommende 12 mdr. Det forventede afkast er forskellen mellem den aktuelle kurs og vores 12 mdr.'s kursmål (vores kursmål er inklusive dividender i perioden). Kursmålet afspejler det potentiale, vi ser i en aktie i form af kursændring og udbytte indenfor de kommende 12 måneder.

Det er anbefalingen, ikke kursmålet, der er ankeret. En købsanbefaling er altså en købsanbefaling indtil anbefalingen er ændret, også selvom kursstigninger har bragt kursen "for tæt" på kursmålet. Vi vil derfor eksplicit gøre opmærksom på, hvis vi ændrer vores anbefaling, mens en ændring af kursmålet ikke nødvendigvis medfører en ny analyse eller kommentar.

Opdatering af analysen

Analysen, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Kvantitative anbefalinger på enkelt-fondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger kan være forbundet med risiko. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

Læs meget mere om risici ved investering og fordelene ved risikospredning [her](#).

Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, marked-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores vurdering.

Tidligere afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast.

Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, medmindre andet er anført.

Skat

Den skattemæssige behandling af investeringer kan være fra kunde til kunde. Kontakt din skatterådgiver for de skattemæssige konsekvenser af dine investeringer.

MSCI disclaimer

Certain information contained herein (the "Information") is sourced from/copyright of MSCI Inc., MSCI ESG Research LLC, or their affiliates ("MSCI"), or information providers (together the "MSCI Parties") and may have been used to calculate scores, signals, or other indicators. The Information is for internal use only and may not be reproduced or disseminated in whole or part without prior written permission. The Information may not be used for, nor does it constitute, an offer to buy or sell, or a promotion or recommendation of, any security, financial instrument or product, trading strategy, or index, nor should it be taken as an indication or guarantee of any future performance. Some funds may be based on or linked to MSCI indexes, and MSCI may be compensated based on the fund's assets under management or other measures. MSCI has established an information barrier between index research and certain Information. None of the Information in and of itself can be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. The Information is provided "as is" and the user assumes the entire risk of any use it may make or permit to be made of the Information. No MSCI Party warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness of the Information and each expressly disclaims all express or implied warranties. No MSCI Party shall have any liability for any errors or omissions in connection with any Information herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

Flere informationer

I analyser og anbefalinger kan der blive henvist til andre analyser og anbefalinger. I sådanne tilfælde vil der være et link, hvor der kan findes fyldestgørende oplysninger omkring den specifikke anbefaling.

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på jyskebank.dk/investorinformation.